

中国银行(601988)调研报告

——基本面持续改善，股价上涨与可比同业相比缺乏动力

金融/银行

谨慎推荐

维持评级

发布时间：2011 年 8 月 24 日

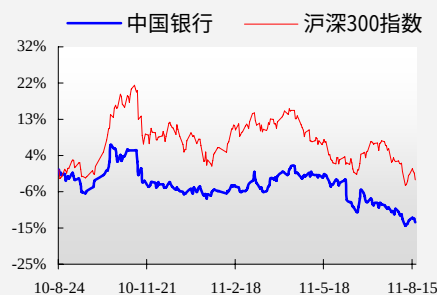
投资要点：

- 2011 年中期，中国银行实现营业收入 1659.74 亿元，同比增加 24.91%，实现归属于母公司的净利润 665.13 亿元，同比增加 27.86%。
- 净息差同比和环比维持上升趋势，但是绝对水平和上升幅度都小于可比同业，外币业务依然构成主要拖累。
- 保持资产质量双降，不过不良贷款余额比第一季度末环比有所上升，信贷成本同比基本持平，没有明显释放拨备，中期的拨贷比为 2.17%；但是境内业务的拨贷比为 2.5%，已经达到法定要求。
- 截至 2011 年中期，中国银行集团的平台贷款余额为 5315 亿元，比年初增加了 1558 亿元，主要是统计口径的变化；现金流覆盖的四分类看，全覆盖和基本覆盖的分别为 77.3%和 11.8%，半覆盖和无覆盖的分别为 6.2%和 4.6%；从资产质量看，不良率为 0.17%，目前的拨备覆盖率为 1486%，拨贷比为 3.86%。
- 银行按照新的监管方法初步测算，大概对现有的资本充足率影响下降 0.26 个百分点，还在中国银行可以承受的范围之内，中国银行对市场承诺在 2012 年底之前不会进行股权融资。
- 截至 2011 年中期，中国银行通过理财计入表内的结构性存款规模在 4000 亿左右，表外理财在 1300 亿元左右，2011 年需要转入表内的表外业务规模在 110 亿元左右，目前已经转入一半，还有一半在年底转入。
- 轻微上调前期盈利预测，维持谨慎推荐评级；不过由于境外业务对中国银行净息差和盈利能力还会继续拖累，在一定时期内，市场可能也会更加关注境外业务的风险；因此其股价上涨潜力与可比同业（工行和建行）相比缺乏动力。

业绩预测：

	主营收入 (亿元)	增长率 (%)	净利润 (亿元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率 (%)
2010	2765.18	18.9	1096.91	28.52	0.39	18.78	7.56	
2011E	3655.84	17	1338.23	22	0.48	20.00	6.15	
2012E	4313.89	18	1592.49	19	0.57	21.92	5.17	
2013E								

走势图



市场数据

2011-8-24

收盘价：	2.95 元
52 周最高价：	3.78 元
52 周最低价：	2.82 元
平均持仓成本：	3.53 元

基本数据

2011Q2

总股本（万股）：	27,914,732
流通 A 股（万股）：	19,552,505
每股收益（元）：	0.24
每股净资产（元）：	2.40
每股经营现金流（元）：	0.09
市净率：	1.23

分析师：唐亚韞

执业证书编号：S0550511020010

TEL: (8621)6336 7000

FAX: (8621)6337 3209

Email: tangyy@nesc.cn

地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编：200002

2011 年中期净利润同比增加：11 年半年末，集团总资产规模达到 114838.98 元，比年初增长 9.79%；存款规模 80481.86 元，比年初增长 7.55%；贷款总额 62165.24 亿元，比年初增长 9.82%；10 年全年新增贷款 7503.17 亿元，10 年第一季度新增贷款 4022.38 亿元，其中人民币贷款增加 2564 亿元；第四季度新增贷款 1055.04 亿元左右，其中新增人民币贷款 814.32 亿元，全年新增人民币贷款 6247.88 亿元，11 年第一季度新增贷款 2960.75 亿元，其中新增人民币贷款 1672.85 亿元，11 第二季度新增贷款 2598.28 亿元，其中新增人民币贷款 1407.15 亿元，第二季度贷款增量有所下降，不过不是非常明显，2011 年中期实现营业收入 1659.74 亿元，同比增加 24.91%，实现归属于母公司的净利润 665.13 亿元，同比增加 27.86%，实现每股收益 0.24 元，实现每股净资产 2.4 元。实现全面摊薄净资产收益率 19.87%(年化)。比去年同期上升 0.46 个百分点。

一、2011 年中期公司业绩增长的主要原因

1.1 09 年、10 全年贷款规模的大量增加的存量信贷和 11 年一季度的增量信贷使得 11 年中期净利息收入稳健上升：2011 年 1-6 月，中国银行实现利息净收入 1102.15 亿元，同比增加 20.03%，09 年全年中国银行新增 16142 亿元，10 全年则仅仅新增 7503.17 亿元的贷款。11 年上半年新增贷款 5559.03 亿元，虽然新增贷款大幅度减少，但是由于产生利息收入的包括存量信贷和增量信贷，因此 09 年、10 全年贷款规模的大量增加使公司在净息差同比小幅提升的基础上实现了以量补价。从存贷款结构看，中期末的贴现余额为 801.42 亿元，比年初的 1006.08 亿元减少了 205 亿元，占比从年初的 1.78%下降为 1.29%；个人贷款的占比从年初的 25.02%下降到 24.94%；活期存款占比从 47.95%下降到 47%。

1.2 净息差同比和环比上升

10 年全年中国银行的净息差为 2.07%，比去年全年同比上升了 3 个百分点，比 10 年前三季度的净息差 2.04%也呈现出环比上升的势头，从人民币和外币业务的情况看，人民币业务的净息差为 2.27%，同比上升 6 个百分点，外币业务的净息差为 1.21%，同比下降 23 个百分点，依旧呈现人民币息差扩大和外币息差缩小的局面，外币业务依旧成为净息差的拖累。

2011 年第一季度，中国银行的净息差为 2.11%，比去年第一季度同比上升了 7 个百分点，比 10 年全年的水平同比上升了 4 个百分点，外币业务依旧构成小幅拖累，导致银行净息差的上升幅度低于银行同业。

2011 年中期，中国银行的净息差为 2.11%，同比提高了 7 个百分点，第二季度单季度的净息差为 2.13%，环比提高了 2 个百分点，净息差提高的幅度小于同业，主要依旧是受到外币业务的拖累，其中境内人民币业务的净息差为 2.35%，同比提高了 12 个百分点，境内外币的净息差为 1.59%，同比提高了 24 个百分点，境外机构的净息差仅为 1.11%，同比下降了 24 个百分点。

1.3 非利息业务收入同比平稳增长，但是增幅有所下降：由于宏观经济环境好转以及各项新兴业务的健康发展，中国银行的手续费收入和其他非息业务收入同比都出现了平稳增长，整体中国银行 2011 年中期实现手续费净收入 349.74 亿元，同比增长 23.56%，手续费净收入占比达到 21.07%。与去年同期的 21.30%略有下降；实现其他非息业务收入

207.85 亿元，同比增长 63.55%，整体实现非息收入 557.59 亿元，同比增幅为 35.98%，占营业收入的比重达到了 33.6%。比去年同期的 30.86%略有上升，上升了 2.74 个百分点。手续费收入的主要驱动因素来自于信用承诺手续费及佣金，同比增长了 31.9%；代理业务手续费，同比增长了 34.2%；结算与清算手续费，同比增长了 39.6%和顾问咨询费，同比增长了 27%；其他业务收入方面，多元化平台利润快速增长，主要包括投行、保险和飞机租赁，上半年实现利润 84.4 亿元，同比增长 85.1%。

1.4 实际税率同比略有上升：可能是由于国债投资收入占比下降等原因，11 年中期中国银行的实际税率仅为 22.74%，比去年同期的 22.64%上升了 0.1 个百分点。。

1.5 成本收入比的下降：由于营业收入增速迅速提高，虽然在本期内中国银行加大了营业成本的投入，特别是与业务发展相关的业务成本的投入，但是中国银行还是实现了成本收入比的下降，10 年全年的成本收入比为 34.16%，比去年同期的 34.92%下降了 0.76 个百分点。11 年第一季度中国银行的成本收入比为 27.72%，比去年同期下降了 0.47 个百分点。11 年中期中国银行的成本收入比为 28.81%，比去年同期的 29.79%相比下降了 0.98 个百分点。

1.5 有关资本充足率：11 年一季度末，考虑可转换债券的发行，中国银行的资本充足率和核心资本充足率分别为 12.38%和 9.96 %。11 年中期末，考虑到银行成功地发行了 320 亿元的次级债，中国银行的资本充足率和核心资本充足率分别为 12.95%和 10.01%。

二、中国银行资产质量以及资产迁徙情况

从数据上看，中国银行的资产质量出现了持续的优化，按照中国银监会的五级分类标准继续实现了不良贷款余额和不良贷款率的双降，如果按照国际通行的减值贷款的标准也实现了双降；截止 2011 年 6 月 30 日，集团减值贷款总额 626.94 亿元，较上年末减少 11.82 亿元；减值贷款率 1.01%，较上年末下降 12 个基本点；不良贷款总额 619.42 亿元，比上年末减少 5.28 亿元，不良贷款率 1.0%，比上年末下降 0.10 个百分点。但是比第一季度末的情况有所反弹，2011 年中期中国银行的拨备覆盖率为 217.29%，较上年末上升 20.62 个百分点。

从信贷成本的角度看，其中 10 年一度计提贷款减值损失 69.55 亿元，而去年同期中国银行计提了 58.43 亿元的资产减值损失，同比增长 19%；信贷成本为 0.54%，比去年同期上升了 0.23 个百分点；由于外币债券市场转好，债券减值准备冲回 9.68 亿元。2010 年中期中国银行计提贷款减值损失 303.91 亿元，信贷成本为 0.44%；10 年全年中国银行计提贷款减值损失为 155.64 亿元，与去年同期的 154.45 亿元基本持平，信贷成本下降到 0.29%，与去年全年的 0.38%相比下降了 9 个基本点，贷款准备出现了一定的释放力度，这也是银行净利润增速超过营业收入增速的主要原因。2011 年第一季度，中国银行计提 50.68 亿元的坏账准备，信贷成本为 0.35%，同比出现了 19 个基本点的下降，与去年全年的 0.29%相比环比有所上升。2011 年中期，中国银行计提贷款减值损失为 128.33 亿元，信贷成本为 0.43%，比去年同期的 0.44%相比基本持平，没有出现明显的拨备释放的力度。

截止 2010 年年底，中国银行的拨贷比为 2.50%，已经符合监管部门的要求，未来信

贷成本将保持平稳。2011 年一季度末，中国银行的拨贷比为 2.14%，整体又有所下降。2011 年中期，中国银行的拨贷比为 2.17%，但是境内业务的拨贷比已经达到了 2.5%，达到了监管标准。

此外，可能由于海外市场的好转以及中国银行自身对于外币债券的减持工作，2010 年全年中国银行的债券减值准备也回拨了 24.16 亿元，2011 年第一季度债券减值准备继续回拨了 4.86 亿元，2011 年中期债券减值准备继续回拨了 6.11 亿元，整体其他资产的减值准备回拨了 5.46 亿元。也有助于中国银行净利润的增长。

三、有关中国银行证券投资的情况

中国银行外币证券投资的情况一直是人们关注的重点；截至 2011 年 6 月 30 日，集团持有美国次级、Alt-A 及 Non-Agency 住房贷款抵押债券账面价值合计 23.13 亿美元（折合人民币 149.66 亿元），相关的减值准备余额 19.22 亿美元（折合人民币 124.39 亿元）。截至 2011 年 6 月 30 日，集团持有葡萄牙、爱尔兰、意大利、希腊、西班牙等欧洲五国各类机构发行债券账面价值折合人民币 11.36 亿元，较上年末减少 10.30 亿元。相应的减值准备余额 0.26 亿元，集团未持有希腊政府及有关机构的债券，截至 2011 年 6 月 30 日，集团持有美国两房公司债券账面价值合计 0.10 亿美元（折合人民币 0.65 亿元），截至 2011 年 6 月 30 日，集团持有美国两房公司担保住房贷款抵押债券账面价值合计 0.64 亿美元（折合人民币 4.13 亿元）；以上这两类债券付息正常。

四、中期业绩推介会的主要内容

中国银行于 8 月 24 日晚间在北京召开中期业绩推介会，我们参与了此次会议，会议的主要内容如下：

1、有关资本充足率

银行按照新的监管方法初步测算，大概对现有的资本充足率影响下降 0.26 个百分点，还在中国银行可以承受的范围之内，中国银行对市场承诺在 2012 年底之前不会进行股权融资，但是可能根据监管要求和业务发展需要进行一些非股权性质的债务融资，但是目前还没有计划。

2、有关银行在海外业务上的发展战略

近年来，海外业务一直拖累集团整体的净息差和盈利能力的提高，因为中国银行在海外主要从事一些低风险的业务，而海外业务非常市场化，低风险自然低收益，目前中国银行的海外资产占比大约在 22%-24%之间，已经从最高的时候有了很多的下降，当然，无论从中国银行自身的发展战略还是从国内经济的需要看，中国银行都有必要持续发展海外业务，区域上今后可能会更加侧重于亚洲、中欧、东欧以及其他中国企业去得比较多的发展中国家，在业务开设的模式上依旧以设立分行和子银行为主，还不是以海外并购为主，因为中国银行认为这种方式是比较节约成本和提高投入产出比的方式当然也不排除适当的收购机会，未来中国银行还将保持海外资产占比在 22%左右的战略，也在适当考虑转型，从低业务适当转移到中低业务还提高海外业务和集团整体的盈利能力。

3、有关理财业务

截至 2011 年中期，中国银行通过理财计入表内的结构性存款规模在 4000 亿左右，表外理财在 1300 亿元左右，2011 年需要转入表内的表外业务规模在 110 亿元左右，目前已经转入一半，还有一半在年底转入，从下一步的发展来看，虽然银监会近期在规范调整，但是中国银行依旧认为理财业务是金融市场业务的重要组成部分，未来会继续在合规的基础上发展，从近期银监会禁止的融资类产品看，中国银行的余额比同业都少，基本上不受太大的影响。

4、有关保障房贷款

中国银行目前投资了保障房 120 个项目，余额在 210 亿元，比年初增长了 21%，未来还将继续选择现金流好的项目积极扶持。

5、有关外币债券

2011 年中期，集团的债券投资余额为 19000 亿元左右，比去年年底下降了 5.59%，其中人民币债券的余额为 14000 亿元左右，比去年年底下降了 6.33% 亿元左右，外币债券的余额为 800 亿美金左右，比去年年底下降了 1.34%；集团债券投资的收益率为 2.87%；比去年年底提高了 14 个基点，其中人民币债券的收益率为 2.98%，比去年年底上升了 21 个基点；外币债券的平均收益率为 2.25%，比去年年底下降了 43 个基点，从久期上看，人民币债券的久期为 2.5 年，外币债券的久期为 2.32 年，去年年末为 2.21 年；今年债券投资余额的下降主要与准备金上调和贷款需求刚性有关，未来的债券投资策略还将根据存款增长和准备金政策来确定，从债券的种类上，可能更倾向于收益较高，可以避税的中国国债，从美国政府债券看，截至中期，集团美国政府债券为 115 亿美元，银行认为美国债券依旧是非常优秀的外币资产。

6、有关政府融资平台贷款

截至 2011 年中期，中国银行集团的平台贷款余额为 5315 亿元，比年初增加了 1558 亿元，主要是统计口径的变化，比如事业机关法人的贷款无论是否现金流全覆盖，全部重新划为平台贷款等，如果按照一致口径，则余额均略有减少。

从现金流覆盖的四分类看，全覆盖和基本覆盖的分别为 77.3% 和 11.8%，半覆盖和无覆盖的分别为 6.2% 和 4.6%；从平台的行政级别看，省级平台占比 66%，市级平台占比 27.2%；县级平台占比为 6.8%；从区域的分布看，东部地区占比 65.1%；中部地区占比 15.4%，西部地区占比 19.6%，从偿还年度看，2 年以内偿还的占比为 17.6%，3-5 年偿还的占比为 24.2%；5 年以上偿还的占比为 58.2%。

从投向上看，80% 投向基础设施、园区、土地、路桥和保障房等，从久期刊，10 年以下的占比为 67%，从资产质量看，不良率为 0.17%，目前的拨备覆盖率为 1486%，拨贷比为 3.86%。

从对资本充足率的影响看，一季度已经全部调整完成，资本充足率下降了 0.25 个百分点，已经体现在最新的资本充足率水平中。

7、有关高铁贷款

截至中期末，集团的铁道部以及下属企业的贷款余额为 807 亿元，其中贷款为 578 亿元，债券为 214 亿元，还有 25 亿元左右为贸易融资等其他方式的授信；从信贷的集中度看，法人口径是 11.3%；集团口径是 9.62%；低于同业，在定价方面，目前还是以基准

利率为主，有少量下负利率的贷款，银行认为整体还本付息不存在问题。

8、有关净息差

外币业务是拖累净息差的主要因素，境外的净息差仅仅为 1.11%；同比下降了 24 个基点，主要原因一是市场利率下降的影响，影响净息差下降了 11 个基点，二是境外人民币业务的发展规模增加，但是资产负债息差几乎很小，拖累了整体净息差，这部分影响 11 个基点，但是虽然净息差下降，从收入角度还是扩到了集团的收入，未来趋势看，随着业务结构和客户结构的改善、网点效率的提高和境外人民币业务的规范，外币业务的净息差可能逐步企稳回升，从人民币业务来看，境内人民币业务的净息差为 2.35%，也低于同业，与中国银行的客户结构具有一定的关系，中国银行客户中大客户占比和高信用等级客户占比较大，影响了风险定价能力的提高，未来将从业务结构和客户结构上继续优化，中国银行管理层认为下半年的净息差将会稳中继续有所提高。

五、盈利预测和投资建议

5.1 盈利预测

我们轻微上调前期的盈利预测，预测 中国银行 2011 年实现净利润 1338.23 亿元，11 年净利润增长速度为 22%，实现每股收益 0.48 元，实现每股净资产 2.5 元，12 年实现净利润 1592.49 亿元，净利润增长速度为 19%；实现每股收益 0.57 元，实现每股净资产 2.83 元，按照 8 月 24 日的收盘价 2.95 元计算，目前中国银行 11 动态市盈率和市净率分别为 6.15 倍和 1.18 倍。

5.2 投资建议

我们维持前期的观点， 中国银行目前制定的扩大人民币存贷款市场占有率的策略得到我们认同，同时金融控股集团的支持也使我们长期看好中国银行的发展，目前估值水平处于低位，维持谨慎推荐投资评级。主要风险点是宏观经济的不利变动特别是海外经济形势的恶化、地方政府融资平台的资产质量变化风险和房地产政策的后续变化以及房地产市场的变化。不过由于境外业务对 中国银行净息差和盈利能力还会继续拖累，在一定时期内，市场可能也会更加关注境外业务的风险；因此其股价上涨潜力与可比同业（工行和建行）相比缺乏动力。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。